

„Strukturierte Kredite sind für Versorgungswerke ideal“

Die Vorzüge des Verbriefungsmarkts werden nach Ansicht des Senior-Portfoliomanagers zu selten von risikoaversen Anlegern genutzt

Von Anna Slegers, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 15.6.2019
Collateralized Loan Obligations (CLOs) gehören zu den Finanzinnovationen, von denen auch viele professionelle Investoren seit der Finanzkrise lieber die Finger lassen. Zu Unrecht, meint Klaus Ripper, Senior-Portfoliomanager bei Lupus alpha. Ausgerechnet während der Finanzkrise begannen er und drei Kollegen aus dem Treasury der Postbank, sich für die Anlageklasse zu begeistern.

Zwar gehören auch CLOs in die Familie der sogenannten Asset Backed Securities (ABS). Im Gegensatz zu den Papieren, die in den USA und Europa reihenweise Geldhäuser ins Wanken brachten, basieren diese strukturierten Kreditprodukte jedoch nicht auf Hypotheken, sondern auf vorrangig besicherten Darlehensverträgen von Industrieunternehmen.

Da diese Papiere während der Krise quasi unverkäuflich waren, preiste der Markt ein völlig überzogenes

Ausfallrisiko von 10% ein. „Dafür hätte die Wirtschaft in den kommenden zehn Jahren theoretisch jedes Jahr um 8% schrumpfen müssen“, sagt Ripper. Schon daran habe sich ablesen lassen können, dass das Problem nicht die Assetklasse an sich war, sondern die fehlende Liquidität. Ripper: „Vor allem die Banken mussten verkaufen, weil sie Kapital brauchten, aber es gab keine Käufer außer den Hedgefonds.“

Seiten gewechselt

Drei Jahre später habe sich die Einschätzung der damaligen Postbank-Treasurer bestätigt: „Von allen Anlageklassen, in die Hedgefonds während der Krise investiert hatten, verzeichneten CLOs die beste Performance.“ Aus dieser Erkenntnis heraus reifte bei Ripper und seinen Kollegen der Wunsch, aus den in Verruf geratenen Papieren ein Produkt zu machen, in das auch Vermögensverwalter investieren können. 2015 wechselte das Team zum Frankfurter



Klaus Ripper

Assetmanager Lupus alpha, einem Spezialisten für europäische Nebenwerte und liquide alternative Anlagen, der damals sein Angebot für institutionelle Anleger erweiterte.

Seither hat das CLO-Team eine breite Produktpalette entwickelt. Das Spektrum reicht von Schuldverschreibungen für risikoaffine Anleger, die zweistellige jährliche Erträge anstreben, bis zu Publikumsfonds, die auch für Anleger geeignet sind, die mit restriktiven Vorgaben investieren. Ripper: „Wir haben für jeden Anleger, der in Kredite investiert, ein passendes Angebot.“

Möglich macht dies die sogenannte Wasserfallstruktur der CLOs (siehe Grafik). Diese macht sich die auch als Haftungskaskade bekannte Gepflogenheit zunutze, Gläubiger im Falle eines Kreditausfalls unterschiedlich zu behandeln. Je höher die Renditen, die ein Kreditgeber erhält, desto weniger des eingesetzten Kapitals bekommt er zurück, wenn das Unternehmen Schwierigkeiten hat, Forderungen zu bedienen. „Risiko wird wie immer am Kapitalmarkt mit Rendite bezahlt“, so Ripper.

Ein CLO setzt sich in der Regel aus etwa 120 Krediten zusammen, die

gebündelt und nach Risiko tranchiert werden. In welche Tranche er investiert, hänge vom Risikoappetit des Anlegers ab: „Für Kunden, die besonders strenge Auflagen bei der Geldanlage beachten müssen, ist die ‚AAA‘-Tranche geeignet.“ Selbst bei einem Totalausfall verlieren die Investoren mit diesen Papieren Ripper zufolge kein Geld. „Hier greift ein doppelter Schutzmechanismus: 40% des Portfolios sind als Sicherheit hinterlegt, hinzu kommen die Zinserträge.“

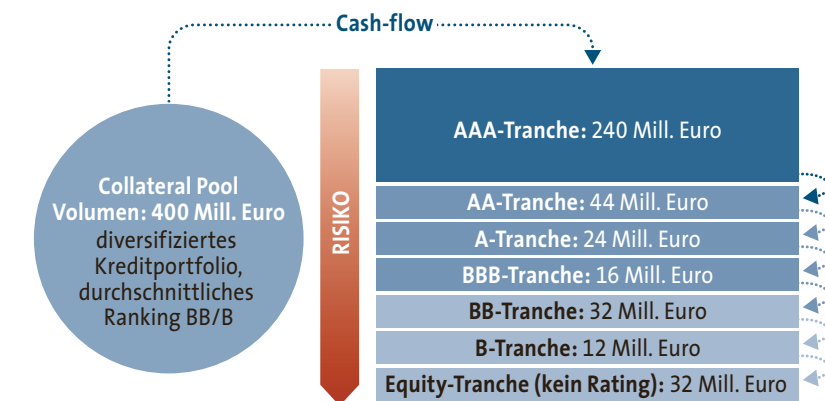
Insgesamt sei das Ausfallrisiko deutlich geringer als bei Anleihen (siehe Tabelle). „Selbst in der Finanzmarktkrise gab es im Investment-Grade-Bereich keine Ausfälle bei europäischen CLOs“, unterstreicht Ripper. Allerdings mussten die Investoren einen langen Atem haben, denn die Kursverluste während der Krisenjahre waren aufgrund der vorgegebenen Market-to-Market-Bewertung teilweise enorm. Auch im Konkursfall fahre der Anleger mit CLOs besser: Die Verwertungsquote bei besicherten Krediten liege bei durchschnittlich 70%. Bei Anleihen verliere er im Schnitt die Hälfte des eingesetzten Kapitals.

Negativzinsen ausgeschlossen

Die Rendite der „AAA“-Tranche liege mit 90 bis 100 Basispunkten über Euribor höher als vergleichbar risikoarme Anlageformen. Zugleich sind die Investoren mit CLOs wegen deren Kopplung an den Euribor sowohl gegen Zinsänderungsrisiken abgesichert als auch nach unten: „Wie auch die zugrundeliegenden Kredite sind CLOs ‚gefloort‘ – Negativzinsen sind also vertraglich ausgeschlossen.“ Unter dem Strich seien strukturierte Kredite damit zum Beispiel für Versorgungswerke ideal.

Nach dem Wasserfallprinzip

Wie sich Collateralized Loan Obligations (CLOs) zusammensetzen



© Börsen-Zeitung

Quelle: Lupus alpha

Ausfallraten Collateralized Loan Obligations (CLOs) im Vergleich zu Unternehmensanleihen

Globale kumulative Verlustraten in %

	Europa		USA		Unternehmensanleihen
	5 Jahre	10 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	5 Jahre
AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,03
AA	0,0	0,0	0,06	0,17	0,38
A	0,0	0,0	0,07	0,07	0,85
BBB	0,0	1,15	0,18	1,33	1,25
BB	0,0	6,68	0,83	3,59	5,24
B	0,54	1,47	0,92	11,06	19,9
Investment Grade	0,0	0,31	0,07	0,34	18,76
Sub-Investment Grade	1,76	8,27	2,2	5,92	0,94

Quelle: Lupus alpha auf Basis von S&P (Dez. 2017) und Moody's (Feb. 2018)

Börsen-Zeitung

Auch die Versicherungswirtschaft setze oftmals auf die „AAA“-Tranchen – mit dem Segen der Aufsichtsbehörden, die ein entsprechendes Bewertungsschema vorgebe. Family Offices und andere nichtregulierte Investoren investierten dagegen gerne in die Equity-Tranche, um höhere Renditen zu erzielen.

In die Equity-Tranche investieren in der Regel auch die CLO-Manager von Axa, BlackRock, Credit Suisse und Shenkman Capital Management. Sie sind für die Zusammensetzung des Kreditportfolios verantwortlich und seit der Krise aufsichtsrechtlich gehalten, mindestens 5% der Strukturen im eigenen Buch zu halten. „So wollten die Regulatoren eine Entkopplung von Ertrag und Risiko verhindern“, erläutert Ripper.

Eine sinnvolle Regel, wie er meint. „Sie macht Wetten gegen den eigenen Kunden unattraktiv und sorgt dafür, dass alle Beteiligten sich gut überlegen, in welche Strukturen investiert wird.“ Bedauerlicherweise

seien die USA inzwischen wieder vom Prinzip der Mithaftung abgerückt, weshalb viele europäische Anleger aus regulatorischen Gründen nicht mehr in strukturierte US-Produkte investieren dürften. Auch deshalb investiert Lupus alpha nur in CLOs, die auf Krediten europäischer Unternehmen oder europäische Töchter von US-Konzernen basieren.

In der Regel handelt es sich dabei um Unternehmen mittlerer bis guter Bonität mit einem Jahresgewinn von etwa 50 Mill. Euro. In dieser Liga spielen der Fischstäbchenproduzent Iglu oder der Ablesediensdienst Ista. Sowohl regional als auch nach Branchen werde stark diversifiziert: Ein Sektor dürfe mit maximal 10% gewichtet sein, alle anderen mit bis zu 5%. Die höchsten Sektorgewichtungen entfielen meist auf defensive Sektoren wie Kabelbetreiber oder Gesundheitsdienstleister. Kredite an Start-ups sind dagegen ausgeschlossen – das Risiko in diesem Segment ist einfach zu hoch.